

PENGARUH ESG PERFORMANCE DAN CAPITAL EXPENDITURE INTENSITY (CEI)  
TERHADAP  
MARKET VALUATION DAN PROFITABILITAS DI INDUSTRI TEKSTIL, PAKAIAN, DAN  
BARANG MEWAH:  
STUDI LINTAS DI INDONESIA, MALAYSIA, DAN THAILAND

Andreas Pandu Prasetya<sup>1</sup>, Agung Dharmawan Buchdadi<sup>2</sup>, Destria Kurnianti<sup>3</sup>  
Program Studi S1 Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Negeri Jakarta

**Abstract** This study examines the influence of ESG Performance and Capital Expenditure Intensity (CEI) on Market Valuation and Profitability in the textile, apparel, and luxury goods industry across Indonesia, Malaysia, and Thailand during 2019-2024. Using purposive sampling, the study selected 55 listed companies with a maximum of 330 firm-year observations. Panel data regression was estimated with clustered robust standard errors, using natural-log Tobin's Q (TQ) and ROA as the main proxies, and PBV and ROE as robustness proxies. The results show that ESG Performance does not significantly affect market valuation in the three countries. ESG Performance positively affects profitability in Indonesia through ROA at the 5% level, although the result is not robust to ROE, and it positively affects profitability in Thailand through ROA and ROE at the 10% level. ESG is not significant in Malaysia. CEI does not have a positive significant effect on market valuation; it shows only a marginal negative effect on Indonesia's PBV and a robust negative effect on Malaysia's ROA and ROE. Formal cross-country tests further show that the effects of ESG and CEI do not differ significantly across Indonesia, Malaysia, and Thailand at the 5% level. These findings indicate that ESG and capital expenditure effects in ASEAN's textile-related industries are more visible in selected profitability models than in market valuation, while institutional differences should be interpreted cautiously because they are not statistically confirmed in the formal interaction tests.

**Keywords:** ESG Performance, Capital Expenditure Intensity, Market Valuation, Profitability, Panel Data

**Abstrak** Penelitian ini menganalisis pengaruh ESG Performance dan Capital Expenditure Intensity (CEI) terhadap Market Valuation dan Profitabilitas pada industri tekstil, pakaian, dan barang mewah di Indonesia, Malaysia, dan Thailand periode 2019-2024. Dengan metode purposive sampling, diperoleh 55 perusahaan tercatat dengan maksimum 330 observasi perusahaan-tahun. Regresi data panel diestimasi menggunakan clustered robust standard errors, dengan Tobin's Q yang ditransformasikan dalam logaritma natural (TQ) dan ROA sebagai proksi utama, serta PBV dan ROE sebagai proksi robustness. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG Performance tidak berpengaruh signifikan terhadap market valuation di ketiga negara. ESG Performance berpengaruh positif terhadap profitabilitas Indonesia melalui ROA pada level 5%, tetapi tidak robust pada ROE, serta berpengaruh positif terhadap profitabilitas Thailand melalui ROA dan ROE pada level 10%. ESG tidak signifikan di Malaysia. CEI tidak berpengaruh positif signifikan terhadap market valuation; pengaruh negatif hanya muncul secara marginal pada PBV Indonesia, sedangkan CEI berpengaruh negatif signifikan dan robust terhadap ROA dan ROE Malaysia. Uji formal lintas negara menunjukkan bahwa efek ESG dan CEI tidak berbeda signifikan antara Indonesia, Malaysia, dan Thailand pada level 5%. Temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh ESG dan belanja modal di industri tekstil, pakaian, dan barang mewah ASEAN lebih terlihat pada beberapa model profitabilitas dibandingkan valuasi pasar, sementara perbedaan institusional perlu dibaca secara hati-hati karena belum terkonfirmasi secara statistik melalui uji interaksi formal.

**Kata Kunci:** ESG Performance, Capital Expenditure Intensity, Market Valuation, Profitabilitas, Data Panel

Article history

Received: Juni 2026

Reviewed: Juni 2026

Published: Juni 2026

Plagiarism checker no 80

Copyright : author

Publish by : musytari

This work is licensed under a [creative commons attribution-noncommercial 4.0 international license](#)

## 1. Pendahuluan

Industri tekstil, pakaian, dan barang mewah global berada pada titik kritis dalam menghadapi tekanan lingkungan dan sosial akibat pola produksi dan konsumsi berskala besar. Sektor ini berkontribusi terhadap emisi karbon, pencemaran air, penggunaan sumber daya alam yang intensif, serta limbah tekstil pascakonsumsi. Di kawasan ASEAN, sektor tekstil tetap menjadi bagian penting dari rantai pasok global karena Asia berkontribusi besar terhadap ekspor tekstil dan pakaian dunia. Nilai pasar tekstil Asia Tenggara juga diproyeksikan terus meningkat, sehingga Indonesia, Malaysia, dan Thailand menghadapi tuntutan untuk menjaga daya saing sekaligus meningkatkan praktik keberlanjutan.

Dalam beberapa tahun terakhir, tekanan dari konsumen, regulator, dan investor mendorong perusahaan untuk meningkatkan transparansi melalui Environmental, Social, and Governance (ESG). ESG tidak hanya dipandang sebagai kewajiban pelaporan, tetapi juga sebagai sinyal tata kelola, manajemen risiko, dan orientasi jangka panjang perusahaan. Namun, penerapan ESG di industri tekstil, pakaian, dan barang mewah memerlukan dukungan investasi modal yang besar, seperti investasi pada teknologi rendah emisi, efisiensi energi, modernisasi mesin, dan penguatan rantai pasok yang lebih bertanggung jawab.

Capital Expenditure Intensity (CEI) menjadi penting karena belanja modal dapat merepresentasikan komitmen perusahaan dalam memperkuat kapasitas produksi dan melakukan transisi operasional. Akan tetapi, CEI juga dapat menekan profitabilitas jangka pendek apabila investasi belum menghasilkan pendapatan yang memadai atau justru meningkatkan beban depresiasi dan pembiayaan. Oleh karena itu, hubungan CEI dengan market valuation dan profitabilitas tidak selalu linear dan sangat bergantung pada konteks industri serta kondisi perusahaan.

Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang belum konsisten. ESG sering ditemukan berpengaruh positif terhadap firm value, tetapi pengaruhnya terhadap profitabilitas akuntansi tidak selalu signifikan. Hubungan CEI dengan kinerja perusahaan juga bervariasi karena manfaat belanja modal dapat tertunda. Selain itu, studi lintas negara ASEAN, khususnya yang membandingkan Indonesia, Malaysia, dan Thailand dalam industri tekstil, pakaian, dan barang mewah, masih terbatas. Berdasarkan celah tersebut, penelitian ini menganalisis pengaruh ESG Performance dan CEI terhadap market valuation dan profitabilitas pada perusahaan industri tekstil, pakaian, dan barang mewah di Indonesia, Malaysia, dan Thailand periode 2019-2024.

## 2. Tinjauan Pustaka

### 2.1 Landasan Teori

**Signaling Theory.** Signaling theory menjelaskan bahwa perusahaan dapat mengurangi asimetri informasi dengan mengirimkan sinyal kepada investor melalui pengungkapan informasi yang dapat diamati. Dalam penelitian ini, ESG Performance dan CEI dipandang sebagai sinyal mengenai kualitas manajerial, pengelolaan risiko, dan orientasi pertumbuhan jangka panjang perusahaan (Connelly et al., 2025; Manita et al., 2018).

**Stakeholder Theory.** Stakeholder theory menekankan bahwa perusahaan tidak hanya bertanggung jawab kepada pemegang saham, tetapi juga kepada karyawan, pelanggan, pemasok, masyarakat, regulator, dan investor. Implementasi ESG serta belanja modal yang diarahkan pada efisiensi dan keberlanjutan dapat memperkuat hubungan perusahaan dengan stakeholder dan menciptakan stabilitas operasional (Freeman et al., 2010).

**Efficient Market Hypothesis dan Institutional Theory.** Efficient Market Hypothesis menjelaskan bahwa harga sekuritas mencerminkan informasi yang tersedia, tetapi kemampuan pasar dalam memproses informasi dapat berbeda antarnegara dan antarperiode (Alves et al., 2020; Martin & Nagel, 2022). Institutional Theory digunakan untuk menjelaskan bahwa respons terhadap ESG dan CEI dapat dipengaruhi oleh tekanan regulasi, norma industri, standar profesional, serta kematangan pelaporan keberlanjutan di Indonesia, Malaysia, dan Thailand (Martínez-Ferrero & García-Sánchez, 2017; Baldini et al., 2018).

**Resource-Based View dan Investment Lag Effect.** Resource-Based View memandang ESG sebagai kapabilitas non-keuangan dan CEI sebagai investasi pada aset produktif yang hanya akan menciptakan nilai apabila dikelola secara efisien dan sulit ditiru pesaing (Freeman et al., 2021;

Bhandari et al., 2022). Investment Lag Effect menjelaskan bahwa manfaat belanja modal tidak selalu muncul pada periode yang sama karena aset baru membutuhkan waktu untuk dioperasikan secara optimal (Cordis & Kirby, 2017; Grozdić et al., 2020).

**ESG Performance dan CEI.** ESG Performance dalam penelitian ini diukur menggunakan pendekatan weighted average berdasarkan indikator Global Reporting Initiative (GRI). Setiap sub-item GRI dinilai dengan dummy, yaitu 1 apabila diungkapkan dan 0 apabila tidak diungkapkan, kemudian diagregasikan ke dalam pilar Environmental, Social, dan Governance. CEI dihitung sebagai Capital Expenditure dibagi Total Assets, yang menunjukkan intensitas investasi modal perusahaan relatif terhadap skala asetnya.

**Market Valuation dan Profitabilitas.** Market valuation diukur menggunakan Tobin's Q yang ditransformasikan dalam bentuk logaritma natural (TQ) dan Price to Book Value (PBV). Profitabilitas diukur menggunakan Return on Assets (ROA) sebagai proksi utama dan Return on Equity (ROE) sebagai proksi robustness. Variabel kontrol terdiri atas Firm Size dan Leverage yang diukur menggunakan Debt to Asset Ratio (DAR).

2.2 Kerangka Hipotesis

**H1:** ESG Performance berpengaruh terhadap Market Valuation. Pengungkapan ESG yang kredibel dapat menjadi sinyal kualitas tata kelola dan orientasi keberlanjutan, sehingga secara teoritis dapat meningkatkan Tobin's Q dan PBV.

**H2:** ESG Performance berpengaruh terhadap Profitabilitas. Praktik ESG yang efektif dapat meningkatkan efisiensi operasional, reputasi perusahaan, dan hubungan dengan stakeholder, sehingga berpotensi meningkatkan ROA dan ROE.

**H3:** CEI berpengaruh terhadap Market Valuation. Belanja modal dapat dipersepsikan pasar sebagai sinyal ekspansi, modernisasi aset, dan peningkatan kapasitas produksi jangka panjang.

**H4:** CEI berpengaruh terhadap Profitabilitas. Investasi modal yang tepat dapat meningkatkan efisiensi produksi, tetapi juga dapat menekan laba jangka pendek apabila manfaatnya belum terealisasi.

3. Metodologi Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain asosiatif. Unit analisis adalah observasi perusahaan-tahun pada perusahaan industri tekstil, pakaian, dan barang mewah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, Bursa Malaysia, dan Stock Exchange of Thailand selama 2019-2024. Pemilihan sampel dilakukan menggunakan purposive sampling. Dari populasi 64 perusahaan, 9 perusahaan dikeluarkan karena memiliki kurang dari tiga tahun data keuangan sejak 2019, sehingga diperoleh 55 perusahaan dengan maksimum 330 observasi perusahaan-tahun. Sampel terdiri atas 22 perusahaan Indonesia, 19 perusahaan Malaysia, dan 14 perusahaan Thailand.

Data sekunder diperoleh dari laporan tahunan, laporan keuangan, laporan keberlanjutan, serta data pasar perusahaan. Skor ESG dihitung menggunakan content analysis terhadap indikator GRI dengan metode dummy, kemudian diagregasikan menjadi weighted average score. Karena terdapat ketidaklengkapan data pada beberapa variabel, data penelitian bersifat unbalanced panel. Seluruh pengolahan data dilakukan menggunakan Stata.

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel

| Variabel                      | Proxy                  | Rumus/Pengukuran                                            |
|-------------------------------|------------------------|-------------------------------------------------------------|
| ESG Performance               | Weighted Avg ESG Score | Weighted average skor E, S, dan G berdasarkan indikator GRI |
| Capital Expenditure Intensity | CEI                    | Capital Expenditure / Total Assets                          |
| Profitabilitas utama          | ROA                    | Net Income / Total Assets                                   |
| Profitabilitas robustness     | ROE                    | Net Income / Total Equity                                   |
| Market valuation utama        | TQ                     | ln(Tobin's Q)                                               |
| Market valuation robustness   | PBV                    | Closing Stock Price / Book Value per Share                  |
| Variabel kontrol              | Firm Size              | ln(Total Assets)                                            |
| Variabel kontrol              | Leverage (DAR)         | Total Liabilities / Total Assets                            |

Sumber: Diolah oleh penulis (2025).

Model regresi data panel diestimasi secara terpisah untuk setiap negara dengan bentuk umum  $Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 CEI_{it} + \beta_3 FirmSize_{it} + \beta_4 Leverage_{it} + \epsilon_{it}$ . Pemilihan model dilakukan

melalui uji Chow/F-test, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier. Uji diagnostik meliputi multikolinearitas dengan Variance Inflation Factor, autokorelasi dengan Wooldridge test, dan heteroskedastisitas dengan Modified Wald test. Karena beberapa model menunjukkan autokorelasi dan seluruh model menunjukkan heteroskedastisitas, estimasi akhir menggunakan clustered robust standard errors pada tingkat perusahaan. Uji formal perbedaan antarnegara dilakukan menggunakan model gabungan dengan interaksi negara terhadap ESG dan CEI, disertai firm fixed effects dan year effects.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif disajikan setelah winsorization dan transformasi. TQ merepresentasikan logaritma natural dari Tobin's Q, sehingga nilai negatif pada TQ menunjukkan bahwa rasio Tobin's Q mentah berada di bawah satu, bukan berarti nilai Tobin's Q bernilai negatif.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Tiga Negara

| Variabel          | Indonesia Mean | Malaysia Mean | Thailand Mean |
|-------------------|----------------|---------------|---------------|
| ROA               | -0,0186        | 0,0111        | 0,0249        |
| ROE               | -0,0306        | 0,0138        | 0,0340        |
| TQ (ln Tobin's Q) | 0,2057         | -0,2376       | -0,1951       |
| PBV               | 1,0626         | 1,0611        | 0,9553        |
| ESG Score         | 0,3705         | 0,4814        | 0,6645        |
| CEI               | 0,0348         | 0,0298        | 0,0292        |
| FSIZE (ln)        | 26,2833        | 19,5472       | 21,9232       |
| Leverage (DAR)    | 0,9336         | 0,3332        | 0,2720        |
| N maksimum        | 132            | 114           | 84            |

Sumber: Data diolah (Stata, 2026).

Deskriptif menunjukkan bahwa Indonesia memiliki rata-rata ROA dan ROE negatif, sedangkan Malaysia dan Thailand mencatatkan profitabilitas positif. Skor ESG tertinggi terdapat pada Thailand sebesar 0,6645, diikuti Malaysia sebesar 0,4814 dan Indonesia sebesar 0,3705. Rata-rata TQ Indonesia positif, sementara Malaysia dan Thailand negatif setelah transformasi logaritma natural. Perbedaan ini menunjukkan bahwa karakteristik profitabilitas, valuasi, dan adopsi ESG antarnegara cukup heterogen.

4.2 Uji Asumsi Klasik dan Pemilihan Model

Uji multikolinearitas menunjukkan bahwa seluruh nilai VIF berada jauh di bawah ambang 10, dengan mean VIF sebesar 1,10 untuk Indonesia, 1,04 untuk Malaysia, dan 1,17 untuk Thailand. Uji Wooldridge mendeteksi autokorelasi pada beberapa model, sedangkan Modified Wald test menunjukkan heteroskedastisitas pada seluruh model. Oleh karena itu, seluruh estimasi akhir menggunakan clustered robust standard errors. Pemilihan model menghasilkan Random Effects untuk ROA, ROE, dan TQ Indonesia serta Fixed Effects untuk PBV Indonesia; Fixed Effects untuk ROA dan ROE Malaysia serta Random Effects untuk TQ dan PBV Malaysia; dan Random Effects untuk seluruh model Thailand.

4.3 Hasil Estimasi Regresi Data Panel

Tabel 3. Ringkasan Hasil Estimasi Indonesia

| Variabel               | ROA (RE)              | ROE (RE)            | TQ (RE)               | PBV (FE)             |
|------------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|----------------------|
| ESG                    | 0,0549**<br>(0,0243)  | -0,1636<br>(0,1510) | -0,1076<br>(0,1729)   | -0,5174<br>(1,0383)  |
| CEI                    | -0,0219<br>(0,0666)   | -0,4314<br>(0,7377) | -0,7068<br>(0,6432)   | -3,9456*<br>(2,2530) |
| FSIZE                  | 0,0081***<br>(0,0012) | -0,0116<br>(0,0118) | -0,0072<br>(0,0153)   | 0,0255<br>(0,0427)   |
| Leverage               | -0,0133<br>(0,0097)   | 0,0108<br>(0,0142)  | 0,1594***<br>(0,0425) | -0,4539<br>(0,4840)  |
| Wald/F                 | 70,57***              | 3,68                | 22,57***              | 1,65                 |
| R <sup>2</sup> overall | 0,3136                | 0,0451              | 0,2793                | 0,0322               |

Sumber: Data diolah (Stata, 2026). \*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,10. Standard error dalam kurung. TQ merupakan logaritma natural dari Tobin's Q.

Pada Indonesia, ESG berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA pada level 5%, tetapi tidak signifikan pada ROE, TQ, dan PBV. CEI tidak signifikan pada ROA, ROE, dan TQ, namun berpengaruh negatif terhadap PBV pada level 10%. Leverage berbasis DAR berpengaruh positif signifikan terhadap TQ, tetapi tidak signifikan pada model lainnya.

Tabel 4. Ringkasan Hasil Estimasi Malaysia

| Variabel               | ROA (FE)              | ROE (FE)              | TQ (RE)                | PBV (RE)             |
|------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|----------------------|
| ESG                    | -0,0260<br>(0,0255)   | 0,0182<br>(0,0513)    | 0,2689<br>(0,2188)     | 0,5817<br>(0,4218)   |
| CEI                    | -0,2569**<br>(0,0889) | -0,4545**<br>(0,1734) | -0,5168<br>(0,8320)    | -0,7693<br>(1,5525)  |
| FSIZE                  | 0,0809**<br>(0,0353)  | 0,1595**<br>(0,0671)  | -0,3070***<br>(0,1113) | -0,3879*<br>(0,2023) |
| Leverage               | -0,0469<br>(0,1354)   | -0,1211<br>(0,2718)   | 0,4800<br>(0,4776)     | -0,3024<br>(0,5924)  |
| Wald/F                 | 4,92***               | 4,08**                | 12,92**                | 7,69                 |
| R <sup>2</sup> overall | 0,1446                | 0,1241                | 0,1213                 | 0,0413               |

Sumber: Data diolah (Stata, 2026). \*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,10. Standard error dalam kurung. TQ merupakan logaritma natural dari Tobin's Q.

Pada Malaysia, CEI berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA dan ROE pada level 5%, sehingga temuan ini robust pada dua proksi profitabilitas. ESG tidak signifikan pada seluruh model. Pada model valuasi, ESG dan CEI tidak signifikan baik pada TQ maupun PBV, sedangkan FSIZE berpengaruh negatif signifikan terhadap TQ dan negatif pada PBV pada level 10%.

Tabel 5. Ringkasan Hasil Estimasi Thailand

| Variabel               | ROA (RE)            | ROE (RE)            | TQ (RE)             | PBV (RE)            |
|------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| ESG                    | 0,0604*<br>(0,0344) | 0,0765*<br>(0,0416) | -0,1295<br>(0,2124) | -0,1333<br>(0,2162) |
| CEI                    | -0,1192<br>(0,1411) | -0,5796<br>(0,4274) | -0,1413<br>(0,8172) | -0,0201<br>(1,6107) |
| FSIZE                  | 0,0022<br>(0,0091)  | 0,0104<br>(0,0113)  | -0,0139<br>(0,0994) | 0,0962<br>(0,0881)  |
| Leverage               | -0,0651<br>(0,0692) | -0,0076<br>(0,0701) | 0,6455<br>(0,4884)  | 0,1972<br>(0,6019)  |
| Wald/F                 | 4,26                | 5,01                | 5,70                | 2,34                |
| R <sup>2</sup> overall | 0,1863              | 0,1426              | 0,0455              | 0,0001              |

Sumber: Data diolah (Stata, 2026). \*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,10. Standard error dalam kurung. TQ merupakan logaritma natural dari Tobin's Q.

Pada Thailand, ESG berpengaruh positif terhadap ROA dan ROE pada level 10%, sehingga hubungan ESG dengan profitabilitas dapat disebut cukup robust tetapi tetap lemah secara tingkat signifikansi. CEI tidak signifikan pada seluruh model. ESG juga tidak signifikan terhadap TQ maupun PBV, sehingga pasar Thailand belum memberikan respons valuasi yang kuat terhadap ESG dalam periode penelitian.

#### 4.4 Uji Formal Perbedaan Antarnegara

Uji formal perbedaan antarnegara dilakukan melalui model gabungan dengan interaksi negara terhadap ESG dan CEI, firm fixed effects, dan year effects. Kesimpulan perbedaan antarnegara tidak didasarkan pada signifikansi model keseluruhan, tetapi pada uji restriksi koefisien interaksi negara dengan ESG dan CEI.

Tabel 6. Hasil Uji Formal Perbedaan Efek ESG dan CEI Antarnegara

| Model | Jenis Uji                          | Statistik    | p-value | Kesimpulan       |
|-------|------------------------------------|--------------|---------|------------------|
| ROA   | Perbedaan efek ESG antarnegara     | F(2,54)=1,69 | 0,1949  | Tidak signifikan |
| ROA   | Perbedaan efek CEI antarnegara     | F(2,54)=0,69 | 0,5045  | Tidak signifikan |
| ROA   | Perbedaan ESG dan CEI bersama-sama | F(4,54)=1,02 | 0,4054  | Tidak signifikan |
| ROE   | Perbedaan efek ESG antarnegara     | F(2,54)=0,77 | 0,4658  | Tidak signifikan |
| ROE   | Perbedaan efek CEI antarnegara     | F(2,54)=0,71 | 0,4975  | Tidak signifikan |
| ROE   | Perbedaan ESG dan CEI bersama-sama | F(4,54)=0,82 | 0,5171  | Tidak signifikan |
| TQ    | Perbedaan efek ESG antarnegara     | F(2,54)=1,34 | 0,2708  | Tidak signifikan |
| TQ    | Perbedaan efek CEI antarnegara     | F(2,54)=1,41 | 0,2533  | Tidak signifikan |
| TQ    | Perbedaan ESG dan CEI bersama-sama | F(4,54)=1,76 | 0,1510  | Tidak signifikan |
| PBV   | Perbedaan efek ESG antarnegara     | F(2,54)=0,91 | 0,4096  | Tidak signifikan |
| PBV   | Perbedaan efek CEI antarnegara     | F(2,54)=1,55 | 0,2210  | Tidak signifikan |
| PBV   | Perbedaan ESG dan CEI bersama-sama | F(4,54)=1,38 | 0,2529  | Tidak signifikan |

Sumber: Data diolah (Stata, 2026).

Hasil uji formal menunjukkan bahwa seluruh p-value berada di atas tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian, tidak terdapat bukti statistik yang kuat bahwa pengaruh ESG Performance maupun CEI terhadap profitabilitas dan market valuation berbeda antara Indonesia, Malaysia, dan Thailand. Variasi hasil regresi terpisah per negara perlu dibaca sebagai variasi konteks dan karakteristik sampel, bukan sebagai bukti formal bahwa negara memperkuat atau memperlemah hubungan ESG dan CEI terhadap kinerja perusahaan.

#### 4.5 Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Tabel 7. Ringkasan Keputusan Hipotesis

| Hipotesis | Hubungan                | Indonesia                                            | Malaysia                                | Thailand                        |
|-----------|-------------------------|------------------------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------|
| H1        | ESG -> Market Valuation | Ditolak                                              | Ditolak                                 | Ditolak                         |
| H2        | ESG -> Profitabilitas   | Diterima pada ROA; tidak robust                      | Ditolak                                 | Diterima pada 10%; cukup robust |
| H3        | CEI -> Market Valuation | Ditolak untuk arah positif; indikasi negatif PBV 10% | Ditolak                                 | Ditolak                         |
| H4        | CEI -> Profitabilitas   | Ditolak                                              | Diterima dengan arah negatif dan robust | Ditolak                         |

Sumber: Data diolah (Stata, 2026).

H1 ditolak di ketiga negara karena ESG Performance tidak berpengaruh signifikan terhadap TQ maupun PBV. Temuan ini menunjukkan bahwa pasar modal pada sektor tekstil, pakaian, dan barang mewah di Indonesia, Malaysia, dan Thailand belum memberikan premium valuasi yang konsisten terhadap kinerja ESG selama 2019-2024. Dalam perspektif Efficient Market Hypothesis, informasi ESG kemungkinan belum diproses sebagai sinyal nilai yang cukup kuat dalam horizon penelitian, sedangkan dalam perspektif Institutional Theory kualitas dan kredibilitas pelaporan keberlanjutan di kawasan ASEAN masih berkembang.

H2 memperoleh dukungan terbatas. Di Indonesia, ESG berpengaruh positif signifikan terhadap ROA pada level 5%, tetapi tidak signifikan pada ROE sehingga tidak sepenuhnya robust. Di Thailand, ESG berpengaruh positif terhadap ROA dan ROE pada level 10%, sehingga cukup robust tetapi kekuatan buktinya perlu dibaca hati-hati. Di Malaysia, ESG tidak signifikan terhadap profitabilitas. Temuan ini mengindikasikan bahwa manfaat ESG lebih terlihat pada efisiensi operasional tertentu dibandingkan pada valuasi pasar, tetapi efeknya belum merata antarnegara.

H3 ditolak karena CEI tidak berpengaruh positif signifikan terhadap market valuation. Pada Indonesia, CEI justru berpengaruh negatif terhadap PBV pada level 10%, sementara pada Malaysia dan Thailand CEI tidak signifikan terhadap TQ maupun PBV. Hal ini mendukung Investment Lag Effect, yaitu bahwa belanja modal memerlukan waktu sebelum menghasilkan manfaat yang dapat diapresiasi pasar.

H4 hanya diterima pada Malaysia dengan arah negatif dan robust karena CEI berpengaruh negatif signifikan terhadap ROA dan ROE. Hal ini menunjukkan bahwa belanja modal di Malaysia selama periode penelitian lebih berkaitan dengan tekanan biaya dan belum menghasilkan peningkatan profitabilitas jangka pendek. Pada Indonesia dan Thailand, CEI tidak signifikan terhadap profitabilitas, sehingga manfaat investasi modal belum dapat dibuktikan secara langsung dalam periode pengamatan.

Secara lintas negara, uji formal menunjukkan bahwa perbedaan koefisien ESG dan CEI antar Indonesia, Malaysia, dan Thailand tidak signifikan pada tingkat 5%. Dengan demikian, perbedaan hasil estimasi terpisah tetap relevan secara substantif, tetapi belum cukup kuat secara statistik untuk menyimpulkan adanya efek negara yang berbeda secara formal.

5. Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis pengaruh ESG Performance dan Capital Expenditure Intensity (CEI) terhadap Market Valuation dan Profitabilitas pada 55 perusahaan industri tekstil, pakaian, dan barang mewah di Indonesia, Malaysia, dan Thailand selama 2019-2024. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ESG Performance tidak berpengaruh signifikan terhadap market valuation di ketiga negara, baik melalui TQ maupun PBV. ESG Performance berpengaruh positif terhadap profitabilitas Indonesia pada model ROA, tetapi tidak robust pada ROE. Di Thailand, ESG berpengaruh positif terhadap ROA dan ROE pada level 10%, sedangkan di Malaysia ESG tidak signifikan terhadap profitabilitas.

CEI tidak menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap market valuation. Indikasi negatif hanya muncul pada PBV Indonesia pada level 10%. Terhadap profitabilitas, CEI berpengaruh negatif signifikan dan robust di Malaysia, tetapi tidak signifikan di Indonesia dan Thailand. Uji formal perbedaan antarnegara menunjukkan bahwa efek ESG maupun CEI terhadap ROA, ROE, TQ, dan PBV tidak berbeda signifikan antara Indonesia, Malaysia, dan Thailand pada tingkat signifikansi 5%.

Implikasi praktis penelitian ini adalah perusahaan perlu mengarahkan ESG pada praktik yang benar-benar berdampak terhadap efisiensi operasional, bukan sekadar pelaporan simbolis.

Manajemen juga perlu mengelola belanja modal secara selektif karena CEI dapat menekan profitabilitas apabila manfaat produktivitas belum terealisasi. Bagi investor, ESG dalam sektor ini lebih tepat diperlakukan sebagai indikator risiko dan ketahanan jangka panjang daripada prediktor langsung kenaikan valuasi pasar jangka pendek.

Keterbatasan penelitian ini terletak pada jumlah kluster perusahaan yang relatif kecil pada model per negara, yaitu 22 perusahaan di Indonesia, 19 di Malaysia, dan 14 di Thailand. Pada jumlah kluster yang kecil, clustered standard errors cenderung berisiko bias ke bawah sehingga dapat melebihi estimasi tingkat signifikansi. Oleh karena itu, hasil yang hanya signifikan pada level 10%, khususnya pengaruh ESG terhadap profitabilitas Thailand, perlu dibaca secara hati-hati. Penelitian selanjutnya disarankan memperluas cakupan negara dan periode pengamatan, menggunakan skor ESG dari penyedia data independen, serta mempertimbangkan metode inferensi yang lebih konservatif seperti wild cluster bootstrap.

### Daftar Pustaka

- Albitar, K., Hussainey, K., Kolade, N., & Gerged, A. M. (2020). ESG disclosure and firm performance before and after IR: The moderating role of governance mechanisms. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 429-444. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-09-2019-0108>
- Alves, L. G. A., Sigaki, H. Y. D., Perc, M., & Ribeiro, H. V. (2020). Collective dynamics of stock market efficiency. *Scientific Reports*, 10, 21992. <https://doi.org/10.1038/s41598-020-78707-2>
- ASEAN-Japan Centre. (2018). ESG investment report 2018: Towards sustainable development in ASEAN and Japan. ASEAN-Japan Centre. [https://www.asean.or.jp/main-site/wp-content/uploads/2024/03/ESG\\_web.pdf](https://www.asean.or.jp/main-site/wp-content/uploads/2024/03/ESG_web.pdf)
- ASEAN. (2021). Framework for Circular Economy for the ASEAN Economic Community. ASEAN Secretariat. [https://asean.org/wp-content/uploads/2021/10/Framework-for-Circular-Economy-for-the-AEC\\_Final.pdf](https://asean.org/wp-content/uploads/2021/10/Framework-for-Circular-Economy-for-the-AEC_Final.pdf)
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182-194. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(S2), S119-S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Baldini, M., Dal Maso, L., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). Role of country- and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure. *Journal of Business Ethics*, 150(1), 79-98. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3139-1>
- Bhandari, K. R., Ranta, M., & Salo, J. (2022). The resource-based view, stakeholder capitalism, ESG, and sustainable competitive advantage: The firm's embeddedness into ecology, society, and governance. *Business Strategy and the Environment*, 31(4), 1525-1537. <https://doi.org/10.1002/bse.2967>
- Business-Indonesia. (2024, October 30). Govt readies plan to rescue textile giant Sritex, averts mass layoffs. Business Indonesia.
- Cameron, A. C., & Miller, D. L. (2015). A practitioner's guide to cluster-robust inference. *Journal of Human Resources*, 50(2), 317-372. <https://doi.org/10.3368/jhr.50.2.317>
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70-74. <https://doi.org/10.2307/3665623>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Reutzel, C. R., DesJardine, M. R., & Zhou, Y. S. (2025). Signaling theory: State of the theory and its future. *Journal of Management*, 51(1), 24-61. <https://doi.org/10.1177/01492063241268459>
- Cordis, A. S., & Kirby, C. (2017). Capital expenditures and firm performance: Evidence from a cross-sectional analysis of stock returns. *Accounting & Finance*, 57(4), 1019-1042. <https://doi.org/10.1111/acfi.12193>
- Deegan, C. M. (2019). Legitimacy theory: Despite its enduring popularity and contribution, time is right for a necessary makeover. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 32(8), 2307-2329. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-08-2018-3638>
- Dobrick, J., Klein, C., & Zwergel, B. (2023). Size bias in Refinitiv ESG data. *Finance Research Letters*, 55, 103847. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103847>
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multinationals: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315-334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Flammer, C. (2015). Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science*, 61(11), 2549-2568. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2038>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Freeman, R. E., Dmytriiev, S. D., & Phillips, R. A. (2021). Stakeholder theory and the resource-based view of the firm. *Journal of Management*, 47(7), 1757-1770. <https://doi.org/10.1177/0149206321993576>

- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge University Press.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Global Reporting Initiative. (2021). GRI 1: Foundation 2021. Global Reporting Initiative.
- Grozdić, V., Marić, B., Radišić, M., Šebestová, J., & Lis, M. (2020). Capital investments and manufacturing firms' performance: Panel-data analysis. *Sustainability*, 12(4), 1689. <https://doi.org/10.3390/su12041689>
- IMARC Group. (2026). South East Asia textile market size, share, trends and forecast by raw material, product, application, and country, 2026-2034. IMARC Services Private Limited.
- Indonesia Investments. (2021). Textiles and textile products industry in Indonesia. Indonesia Investments.
- Khan, A., Qureshi, M. A., & Davidsen, P. I. (2020). How do oil prices and investments impact the dynamics of firm value? *System Dynamics Review*, 36(1), 74-100. <https://doi.org/10.1002/sdr.1649>
- Lang, L. H. P., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248-1280. <https://doi.org/10.1086/261970>
- Manita, R., Bruna, M. G., Dang, R., & Houanti, L. (2018). Board gender diversity and ESG disclosure: Evidence from the USA. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), 206-224. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2017-0024>
- Martin, I. W. R., & Nagel, S. (2022). Market efficiency in the age of big data. *Journal of Financial Economics*, 145(1), 154-177. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.10.006>
- Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M. (2017). Coercive, normative and mimetic isomorphism as determinants of the voluntary assurance of sustainability reports. *International Business Review*, 26(1), 102-118. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2016.05.009>
- Mordor Intelligence. (2026). Malaysia textile manufacturing market: Size, share & industry analysis. Mordor Intelligence.
- Research and Markets. (2024, September 23). Indonesia textile and clothing industry prospects report 2024: Imports, exports and foreign direct investment (FDI). Research and Markets.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2019). *Corporate finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- Silva, S. (2021). Corporate contributions to the Sustainable Development Goals: An empirical analysis informed by legitimacy theory. *Journal of Cleaner Production*, 292, 125962. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.125962>
- Stock Exchange of Thailand. (2020). Sustainability report 2020. Stock Exchange of Thailand.
- Stock Exchange of Thailand. (2023). Sustainability disclosure and ESG guidance. Stock Exchange of Thailand.
- Textile Insights. (2025, March 13). Indonesia's textile industry faces crisis amid factory closures and layoffs. Textile Insights.
- Textiles Intelligence. (2024). Prospects for the textile and clothing industry in Malaysia, 2024. Textiles Intelligence.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29. <https://doi.org/10.2307/1991374>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- VietnamPlus. (2023, November 23). Vietnam's textile, apparel exports to top 40 billion USD in 2023: VITAS. VietnamPlus.
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introductory econometrics: A modern approach* (6th ed.). Cengage Learning.
- World Trade Organization. (2024). Global value chains: Sectoral profiles: Textiles and clothing industry. World Trade Organization.
- Yavuz, M. S., Tatli, H. S., Bozkurt, G., & Öngel, G. (2025). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Turkey. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, 21(1), 24-42. <https://doi.org/10.7341/20252112>
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635. <https://doi.org/10.3390/su10103635>
- Zhou, G., Liu, L., & Luo, S. (2022). Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 31(7), 3371-3387. <https://doi.org/10.1002/bse.3089>